

論文

観光とファイナンス

Tourism and Finance

西村 尚剛

Masatake Nishimura

和歌山大学観光学部

キーワード：観光、ファイナンス、金融技術、マーケット

Key Words : Tourism, Finance, Financial Technology, Market

Abstract :

This paper deals with the problems of finance in the tourism industry by discussing actual examples.

Because of the varieties of tourism and high responsiveness to business cycles, the industry needs long-term stability in its finance aspect. Therefore, it needs not only support from the public sector but also increased equity capital by themselves in the private sector. As an actual example, equity capital increase of Japan Air Lines Corporation was discussed and the importance of the timing and communication with the financial market was pointed out.

On the other hand, application of regional financial institutions should be the challenge for medium- and small-sized enterprises in the industry, so business activities by regional financial institutions were surveyed.

Additionally, as the financial market has changed dramatically in recent years, it is discussed what is the meaning of new financial tools in the hotel business and weather derivatives in the tourism industry.

I. 観光がこれからの産業といわれる背景

○わが国の現状と観光

近年、観光が産業として注目を集めている。言い換えれば、我が国の21世紀の重要産業として期待が高まっているわけだが、まずここでは経済・社会的な側面から、その背景について整理をしておきたい。4点の背景が考えられよう。

まず第1は日本が世界でも例を見ないような速さで高齢社会に向かっているという現実がある。我が国の総人口は、2007年10月現在で1億2777万人となっているが、このうち65才以上の高齢者は過去最高の2746万人に達しており、高齢化率（65才以上人口の総人口に占める比率）は21.5%となっている。これはアメリカが12%台、イギリス15%台、フランス16%台、カナダ13%台等々と言われている^(注1)ところからすれば、既に先進国の中でも最も高齢化の進んだ国であると同時に、その高齢化速度で言えば、高齢化率が7%から14%に達するまでの時間が日本は1970年から1994年の24年間であるのに対し、フランスは115年間、イギリスが47年間、ドイツが40年間などと、日本の速さが際だっているのである。^(注2)

このことの示す経済的意味は多々あろうが、基本的には

生産年齢人口ならびにその予備軍の割合が低下することを意味しており、生産の担い手が国内には手うすになっていかざるをえない状況を示している。こうした中で、高齢社会となる先進国においてどのような産業が望ましいかを考えた場合、観光産業は、自然、文化遺産などの資源を活用し、むしろ高齢者の需要をとりあげてサービスの提供を行うなど、高齢社会と共存する有力な産業と考えられるわけである。

第2にわが国経済は1990年のバブル崩壊以降、長期の経済停滞に陥ってしまったが、この間生起した深刻な問題が地域間の格差問題である。特に、街中、都市の中心部でのシャッター通りが全国のいたる所に見受けられるようになったことに象徴されるように、地域再生問題、地域の活性化問題が政策課題として、重要さを増している。街中中心部再活性化、より広い地域再生の問題は容易に解決しない大きな問題であるが、地元が存在する観光資源を活用して集客の拡大を図り、観光産業を地域再生問題の一つのエンジンとして活用することが考えられる。

第3に、地球環境問題との関係である。昨年7月、北海道の洞爺湖で先進国首脳会議、サミットが開催されたが、このサミットの最大のテーマは地球環境問題であった。

まさに、21世紀は地球規模で環境問題に取り組まねばならない時代になったと言えよう。いかに生産活動から、地球を守るのか、いかに環境と共存できる産業を育てていくのかが問われることになる。この点からすれば、観光産業は全般的に地球と共存が容易な産業であり、エコツーリズムといった動きなどを考えれば、地球環境問題にも貢献できる可能性を備えた産業、即ち地域の環境や自然を破壊せず、それらを学ぶ旅行、それら資源の保護や環境の維持を促進するような滞在型の観光、といったものが考えられる。まさに環境と共生する観光産業が、可能性として考えられるのである。

第4番目は、経済社会のグローバル化である。二十世紀の終わりに世界の冷戦構造が終わりを迎え、同時に21世紀に向けて生じたIT技術の革命的な発展は、世界経済のボーダーレス化を急速に進めた。日本の大手製造業もその海外売上高比率が7割～8割（トヨタ自動車76.7%、ホンダ自動車86.8%、任天堂80.6%、ソニー76.8%、etc.）に達しており、最早日本経済という枠組みを越えている。^(注3)このような動きに合わせ、国際的な人的交流も飛躍的に増大してきている。世界観光機関（UNWTO）によれば、2006年の世界の外国旅行者数は8億4200万人であるが、これが2020年には15億6000万人に達すると見込んでおり、その実現可能性は高いものと考えられる。この面から見ても、観光産業はまさにこれからの産業であり、我が国もアジアの一員としてこのような大きな流れの中で、乗り遅れることのないよう、観光産業の育成を図っていかねばならないと考えられる。

II. 観光ビジネスとその金融

○金融とは？

前章においては観光産業が今日注目される背景を考えた。次にこの観光産業と金融、ファイナンスの関係について考えてみたい。

現代経済社会の中で、何らかの経済活動を行おうとすれば、貨幣、通貨の媒介なしに目的達成は不可能であろう。人が衣、食、住の生活を営むことは明らかに経済活動であり、多くの個人はこれを消費活動として経済社会の活動に参加している。即ち、価値を保存している貨幣を労働などの対価として得て、それを各人の厚生をあげる為に使って、財・サービスを得る。それならば、この個人の消費活動で金融とは何なのであろうか。それは、個々人の獲得する貨幣がその個人の消費する貨幣価値より少ない場合に何らかの形で消費水準に達するまでの貨幣を取得する必要が出てくる。まさに不足分の貨幣を調達、ファイナンスすることとなり、ここに金融の問題が出てくることになる。

ビジネスを行う企業の場合の金融は当然のことながらもっと複雑な事情にある。観光関連産業で言うならば、観

光資源を見出し、それを内外の多くの人々にアピールして、多くの人々を引きつけ、域外から観光客を呼び込んで、サービスを提供し、地域内でお金を消費してもらって、地域の活性化なり、地域振興を図ろうとするわけだが、これら一連の活動のあらゆる面で必要なのが資金である。和歌山はみかんの産地である。例えば新しいみかんの品種を開発し、このみかんでみかん狩り農園を経営して、観光地の目玉にしたい、といったことを考えれば、新種の開発の為の研究費、農園を経営する為の土地の購入資金、農園の従業員を雇う為には、人員の採用の為の資金、みかんを売り捌く為の建物施設が必要で、設備資金などなどということになる。これら一連の必要な資金をいかに調達するかが、ビジネスにとっての金融問題となる。

企業が常に十分な資産を保有しているのであれば、これら資金の調達は自己の資産を何らかの形で処分することにより自己金融を行って、資金調達が完結するわけだが、企業の規模等からして、自己金融では十分ではない状態の方が通常だと思われる。特に観光関連ビジネスを営む多くの中小企業レベルでは常に自己金融のみでの資金調達は不可能であり、金融機関からの借入れ、債券の発行といった外部金融での依存が高まらざるをえない。観光ビジネスにおいてもファイナンスを中心としたマネジメントの問題は、事業の盛衰に直接に関連する事項と言えるであろう。

○近年の金融市場と観光ビジネスのファイナンス

世界経済は米国の好景気や新興国の経済発展もあり、1990年代から2000年代前半にかけて拡大基調を続けてきた。中でも金融産業、金融市場はIT産業、IT技術の急速な進歩と金融工学の応用をはじめとする金融技術の革命的な変化により、その経済発展に大きな貢献をしてきた。このことは、世界の金融資産が世界のGDPの成長をはるかにしのぐ速さで成長してきたことでも容易に理解できる。そして、それらの象徴とでもいえるのが、米国の株価の高騰である。この株価上昇は経済の好調や企業の業績を反映したものであると同時に株価の上昇そのものが目的化したとでも言えるような熱狂の時代でもあった。市場は個別企業のROE^(注4)に注目し、その企業が保有している株主資本をいかに効率的に活用して利益を上げているか、を問う時代であった。そして、2007年のサブプライム問題に始まる世界的な金融危機は、金融機関がROEを重視するあまり、少ない資本の回転率を上げるため、金融商品を駆使してリスクの高い融資に過剰に走ったことが大きな原因となっている。このことは、金融システムの一翼を担う金融機関が信用システムにおける金融機関のビジネスの役割、機能を忘れて、自分が保有するリスクの高い金融資産を外部化することにより新たにファイナンス

を行い、ビジネスを拡大してきたつけが回ってきたといえよう。

観光産業、観光ビジネスと言うものは、金融業のように国の経済システムの根幹となるシステムと直結する業態ではないが、他方、その中には、鉄道、航空産業といった大規模企業から、観光地の物産店等の中小零細企業にいたるまで、多様な規模、形態を包み込んでいる。しかしながら、共通して言えることは、マクロ的な景気情勢に景況感が大きく依存するビジネスであること、さらに、自然災害、気候変動、健康衛生問題、テロ等の政治・社会的事件等、偶発的な現象に大きく左右されるリスクを抱えている。それだけにROEといった一律の指標に頼ることなく、観光ビジネスの特徴を踏まえた、また同時に観光ビジネスの中でも具体的なビジネスの特色に対応したファイナンス手段を選択すべきこととなる。すなわち、ファイナンス、債務、負債、自己資本といった面では特に中長期的に安定した手段、内容が求められることになる。同時に国、公共団体、または業界団体といったレベルでの（モラルハザードを生じない範囲での）サポート、相互扶助といったものが求められよう。

Ⅲ．観光産業の私的ファイナンス（1）

地域金融機関による取組

○観光関連産業とファイナンス

観光関連産業は企業規模、業務の種類等の面で多様性に富んでいる。また航空輸送業や鉄道輸送業のように既存の業種分類で確立した業種分類が存在するが、他方ある面では観光ビジネスにとっては極めて重要と思われる業態もある。また飲食店業のように、立地、顧客の実態によっては観光産業の一部に属するであろうと思われるようなビジネスもあり、経営、財務、ファイナンスといった分野での議論の対象として、共通する特徴といったものが、少ないことは否めない。あえて言えば、人の移動、動きに起因して生じるビジネスであるため、日々売上の立つ、いわば日銭ビジネスといった点に求められる。しかし、その売上に対応して提供されるサービスや商品を生産、販売する側はそれこそ何十億円の設備投資を行うような事業者から明日の仕入れを今日の現金売り上げで支払うような個人企業まで、誠に様々である。

ここでは、観光ビジネスに係る私企業としてのファイナンス問題について、多くの観光関連ビジネスが帰属すると思われる中小企業のファイナンス源泉としての地域金融機関の問題、莫大な資金を必要とする航空輸送業等における問題、観光産業として大きなウェイトを占めるホテル業における様々な問題等について検討してみたい。

○地域金融機関によるファイナンス

観光産業が何らかの形で資金調達をしようとした場合考えられるのは

資本市場における調達、
増資等による新株発行、
社債等の発行
投資ファンド、R E I T等からの資金調達

金融機関からの融資による調達

公的金融機関
都市銀行等の大手金融機関
地方銀行・信用金庫等の地域金融機関
生保、農協等のその他の金融機関

といった手段であろう。しかし、メニューとしてはこれだけのものがあっても、観光関連企業の数からすれば、増資や社債発行等により資金調達が可能な企業数は極めて限定されたものであり、公的金融機関の融資についても、その活用が望ましい業態は多いものの、それがメインの資金調達手段というには程遠い状況にある。また、大手銀行は近年地域の産業への融資に力を注ぎ、地域金融機関とその競合が増加しているとの話はあるものの、観光ビジネスに属するような極めて地場性の高いビジネスでは、地元の金融機関程の人的つながりとネットワークがなく、多くの中小企業または個人営業に近い観光産業のファイナンスはいわゆる地域金融機関が担っているのが現実である。これらの事実を実証するように、1990年代のバブル崩壊以降、多くの地方において、地域金融機関の不良債権の相手方は、過剰債務、過剰投資に陥った温泉旅館であり、大規模レジャー施設であり、ゴルフ場であった。地域によっては観光ビジネスの浮沈が地域の金融システムを揺るがし、信用不安を引き起こしかねないような現象も見受けられた。

バブル崩壊から15年を超え、かつての金融機関の不良債権問題も収拾に向かった中で、観光産業に対する資金の出し手の主役は変わりえるであろうか。事柄の善悪は別にして、答えはノーである。観光産業を担う多くの企業の規模や地場性を考えれば、やはりメインの資金供給者は、地方銀行・信用金庫を中心とした地域金融機関であろう。

○地域金融機関の取組

1990年代前半からはじまったバブルの崩壊は我が国の金融機関に大きな変化を求めるものであった。特に90年代半ばの住宅金融専門会社問題に端を発し、97年以降の大手証券会社、都市銀行、長期信用銀行の破綻や国有化は金融界に大きな地殻変動をもたらした。最大の問題は不良債権問題である。大手の金融機関は早急に不

良債権を処理し、財務の基盤を改善することが求められたが、地域金融機関（ここでは、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫ならびに信用組合を言う）は、特定の限定された地域を営業範囲とし、借手は地元の中小零細企業、個人であることなど、地域において果たしている役割の観点からして大手金融機関と同様の考え方で対応するのは適切ではないとされた。当然、地域金融機関も収益力を高め、財務基盤の強化に取組まねばならないが、ビジネスのあり方としては、取引先との長期・継続的な関係に基づく顧客情報等を活用し、個々のビジネス状況に対応した貸出等の金融サービスを提供すべきとの考え方がとられた。いわゆる「リレーションシップバンキングの機能強化」問題である。^(注5)

このリレーションシップバンキングの考え方は2005年度以降、基本的には同様の発想で地域密着型金融の機能強化として、地域金融機関により取り組まれている。

その考え方を、2003年3月に金融庁により公表された「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」から、中小企業の観光ビジネスに関連するものを抜粋すれば、主要な項目としては次のようなものとなる。

即ち、「事業再生・中小企業金融の円滑化」の項目では、金融機関に対し「中小企業に対するコンサルティング機能及び情報提供機能の一層の強化など、取引先企業に対する経営相談・支援機能の強化に向けた取組を行うこと」を要請している。同時に「担保・保証に過度に依存しない融資の推進」、「中小企業の資金調達手法の多様化に向けた取組等を推進」するよう要請している。

また「地域の利用者の利便性向上」の項目では、「地域全体の活性化を計画的に実施する『まちづくり』の視点を踏まえ、地域におけるPFIへの取組支援やまち再生施策に係る支援等地域再生推進に向けた各種施策との連携等、地域活性化に向けた地域との一体となった取組を推進」するよう要請している。

○これまでの地域金融機関の取組事例

これを踏まえ、地域金融機関では個別に様々な、取組が行われてきた。先進的な事例・普及が望ましい事例については、2008年3月31日金融庁が事例集を公表している（巻末「地域密着型金融に関する取り組み事例集」参照）が、ここではその事例として、（株）京都銀行が2005年12月から取り扱いを開始した「京都銀行観光支援特別融資〈賑わい〉」をとりあげてみよう。同行の説明によれば、当該特別融資は「事業の採算性やキャッシュフローを重視し担保面を弾力的に対応した、観光事業者向けの専用ローン」であり、同ローンは、2005年に同行が新設した「観光支援室」が中心となって取り組んでいる京都観光活性化策の一環であるとしている。同特別融資の具体的内容を見て

みると、資金の用途は設備資金・運転資金の両者に対応可能であり、融資限度額5億円の範囲内で設備資金については融資期間が最長20年の長期ローンであることなどの特徴を持っている。（表1参照）

表1 京銀観光支援特別融資〈賑わい〉の商品概要

当該融資は融資期間が長期に亘るなど、観光ビジネスの実態に則すとともに担保の弾力化や、支援室による観光イベントPRなどの支援とあいまって、地域金融機関として地元のリーディング産業を支えようとするものである。ちなみに同行は2008年12月に同融資の実績が、3年間で268件、100億6400万円となった旨公表している。

このような取組に関し、観光ビジネスを営む側、即ち、ファイナンスを活用する側からすれば、制度の趣旨を十分に理解し、長期資金であることや、担保面での弾力的な対応などローンの利点を活用するとともに、単なる金銭消費貸借ではない、経営相談等の金融機関のノウハウの活用を含めた取引関係の構築をすることが望まれる。

Ⅲ. 観光産業の私的ファイナンス（2）

日本航空による事例

○航空輸送業

日本航空、全日本空輸などの航空輸送業者は旅客のみならず、航空貨物の輸送や、ホテル業、物販業等様々なビジネスを営んでおり、観光産業の枠内に留まらない業態であることは間違いないが、これ程国際的な人的交流が増大し、観光も国際化、グローバル化が進んでいる今日にあっては、観光関連のビジネスの中で最も重要な業態といえるであろう。

そこで、ここでは日本の代表企業である日本航空をとりあげて、観光ビジネスにおけるファイナンスの問題を考えてみたい。株式会社日本航空は資本金2510億円、連結売

上高約 2 兆 2000 億円、従業員約 5 万人の巨大企業グループである。^(注 6)

○日本航空の公募増資

2006 年 6 月 30 日の日本経済新聞夕刊は 1 面で「日航、1000 億—1500 億円公募増資」との記事を掲載した。さらに翌日、7 月 1 日の朝刊 1 面でも「日航、最大 2000 億円調達 - 公募増資で 7 億株発行 - 経営立直し急ぐ」との記事が載っている。夕刊の記事は日本航空自身が未公表の時点での記事であり、金額等にあいまいさがあるが、日航には全体としての経営力の問題や、2004 年に発行した C B（新株予約権付社債）の償還請求問題など、一連の問題があり、マーケットで日航の次の出方が注目されている状況にあった中でのスクープ記事であろう。翌日の日経新聞は上記の 1 面記事に加え、11 面でも全面的な解説記事を掲載している。日航の公募増資による資金調達決定が与えたインパクトの大きさをうかがうことができよう。

確かに売上高 2 兆円超、従業員 5 万人を超えるような日本の代表企業が 1000 億円を超える増資をするわけであるから、注目されるのは当然であるが、この増資については日本航空というような巨大企業においてファイナンスの問題が、その社会的評価や企業の浮沈、存続問題に直結するという点で、教訓的な実例と言えよう。即ち、この増資により「これで、当面日航の『デフォルト（債務不履行）』という最悪の事態は回避された」（2006 年 7 月 3 日 日経産業新聞「マーケット発」P 24）という評価する意見がある一方、「株主軽視どころか株主無視だ」（日経ビジネス、2006 年 7 月 10 日号「時流超流」P 20）という大きな批判もある。

○増資の背景と批判

当該増資に至った背景を整理してみよう。日本航空は 2002 年の日本エアシステムとの経営統合以降、運航トラブルが連続したことや、それに伴う内外の批判と顧客離れにより経営状況の悪化が続いていた。増資決定の直前に開かれた 2006 年 6 月の株主総会でも直近の決算は赤字、無配当の報告を行っており、経営責任が問われかねない状態にあった。これに加えて、上述の 2004 年に発行した C B 償還問題があり、この C B には 2007 年 3 月から償還請求が可能な条項が契約上付されている為、当時の株価の状況からして相当の償還請求が為されるものと見込まれていた。即ち約 1000 億円の償還資金が必要となるため、この資金手当てが必要であったわけである。マーケットでは日本航空の CDS プレミアム^(注 7)について、他の同格付を有している企業がほぼ 0.4% 水準であったのに対し、日本航空の CDS プレミアムは 2% に張り付いたままであったと伝えられている。（同上、日経産業新聞「マーケット発」

P 24）

日本航空は金融機関からの借入、公募ではない第三者割当増資等を模索したが、いずれも相手先から肯定的な反応が得られず、最後の手段として公募による大規模増資を選択したと言われている。いわば、マーケットを含めた関係者に対し、資金繰り面で明確な回答を示さない限り、企業の存続すらも疑わしい状況の中で、異例の手段が採用され、またその異例さから多くの批判を呼んだ。

批判の主要な論点は 2 点である。

まず、その第 1 は既存株主に対する考え方に関するものである。今回の公募増資は株式数が一挙に 4 割増える規模であり、既存の株主利益が希薄化し既存株主に大きな打撃を与えかねないファイナンスである。これは、債権者からの支援が得られず、社内の合理化も進まずの中で、既存株主だけに負担を負わせることになりかねない手段である。しかも、この公募増資方針の公表は、株主総会の翌々日であるにもかかわらず、株主総会では本件にかかわるような説明をしないまま、議事を終了している。総会時点で、このような話は既に決まっていたであろうから、総会で経営側が意図的にこの問題を回避して総会を終わらせたことはまず間違いない。株式会社における経営側の株主に対する説明責任という観点からしても、批判はのがれえない。

次に第 2 の点は、公募増資についての考え方である。今回の増資に至る経緯において、機関投資家に対する第三者割当増資といった手段が検討はされたが、相手方の同意が得られず、公募増資にいたったと言われている。公募増資とは最も情報の乏しい一般投資家に対して出資を募るものである。そもそも機関投資家も引き受けられないようなファイナンスを一般投資家に対して募るとするのは J A L ブランドだけを信じて中味を見ないで買ってくれる人から金を集めるようなものであり、引き受ける証券会社を含め投資家保護をどう理解しているのか、という見方がある。ましてや、株式数を一挙に四割も増大させ、既存株主の利益の希薄化のリスクが高い状況で、足元の決算が赤字で長期的な収益回復も見込めない企業が公募増資を行うことは、たとえ資金が調達できたとしても、証券市場における当該企業に対するクレディビリティは傷つけられることとなろう。

○評価

マーケットの本件増資に対する評価は、その後の日本航空の株価に現われている。この 5 年間（2004 年 1 月～2008 年 12 月）の動きを見ても、2006 年 6 月の増資による日航株価の急落は顕著である。それまで 300～350 円レンジで推移していた株価は 2008 年 12 月時点では 200 円を少し超える水準となっている。いわば、この増資をきっか

けに、日本航空はますますマーケットで疑惑がもたれる銘柄となってしまったのである。(同業、ライバルの全日空と比較してみても、日本航空の2006年6月の増資のインパクトの大きさがうかがえる。)(図1参照)

図1 日本航空と全日空の株価の推移(過去5年間)

Ⅲ. 観光産業の私的ファイナンス(3)

ホテル業界における実例

○ホテルビジネスの特徴

ホテルビジネスが提供するサービスに求められるのは最終的には「ホテルの利用をとおして実現される満足感」^(注8)である。この満足感はホテルの設備、備品、飲食物に始まり、ホテルの立地、交通の便、ホテルスタッフの提供するサービスの質、量、多様性、弾力性など、さらには顧客に提供できる情報サービスなど、まさに観光ビジネスの集約とも言えるものであろう。

従って、経営的な観点からも注目されるのは設備の充実、従業員の教育といった面であることは否めないが、ビジネスの成否という観点からすれば、財務、ファイナンスといった問題も極めて重大なファクターである。いかに立派な設備とサービスが提供されたとしても、かつてのバブル崩壊時代には過大な債務により倒産したホテル・旅館ビジネスは数多い。

そこで、まず財務面から見たホテルビジネスの特徴を考えてみよう。

まず第1の特徴は、ホテルが一大装置産業である点であろう。建物本体にはじまって館内施設、設備、果ては自

動車に至るまで、収益をあげるための基盤に極めて長期固定的な資金を大量に投入することが必要である。初期の投資額の固定化度は80%以上^(注9)と言われており、ホテルビジネスを資金面で考えると、初期段階で巨額の長期安定資金が必要な観光ビジネスと言えよう。

第2の特徴は、売上の大半は在庫概念が適用されえない、という事実である。今日空いていた部屋を、あすまで在庫しておいて売り出すことはできない。販売時点で同時に使用・消費されてしまうものに対する対価であり、稼働率が極めて重要な経営上の指標となる。同時に後発新ホテルの参入等があると、設備等の経済的な耐用年数とは無関係に設備の陳腐化が進行するといった特徴がある。

第3には、巨大固定設備を有するとともに、日々のキャッシュフローが豊富なビジネスであり、担保力などファイナンスの面で多様な取り組みがありえる。例えばプロジェクトファイナンス、証券化ファイナンス、M&A等新たな金融ビジネスの対象となり易いという特徴がある。

○ホテルのファイナンスにおける具体例

次に、ホテル事業の具体例をとりあげてみよう。年間総売上高440億円の帝国ホテル、日本を代表するホテルである。帝国ホテルの財務面における最大の強みは長年に亘る無借金経営である。即ち、様々に必要となる資金は借金を行わず、広い意味での自己資金の範囲で行われており、当然のことながら総資本借入金比率は0%、固定比率(固定資産/自己資本×100)も111.6%とほぼ100%に近い水準であり、さらに流動性比率(流動資産/流動負債×100)も173.3%と2倍に近い水準を維持している。^(注10)帝国ホテルは収益の面でも安定的な実績を残してきているが、これらの実績は他の国内大手ホテルを引き離すクオリティーの財務基盤、経営体質から生み出されたものと評価されている。

観光ビジネスにおけるファイナンス問題の面から見ても、長年に亘る無借金経営と自己資本構成比率の高さは、収入が日々の現場における売上げという観光ビジネスの特徴からして極めての望ましい状況と言える。このような財務上の安定化性が生み出されたのは、同ホテルが長年の経営方針として、海外展開といった事業戦略をとらず、国内においても1996年に進出した大阪以外は従前からの東京日比谷と長野県上高地に注力し、その3拠点の顧客満足度向上を第一として稼働率の向上を図ってきた成果とされている。

ただし、ビジネスの拡大、マーケットにおける競争といった観点からは、別の価値判断もありえよう。帝国ホテルの持つホテルビジネスに関するノウハウ、蓄積をマーケットでさらに拡大し、競争の中で成長するとともにホテルビジネスのマーケット全体としての質を高めるといった観点、さらに

は株主利益の拡大、充実といった観点からは他人資本を何らかの形で導入して、より大きなビジネス、利益へのチャレンジを行うことも考えられる。このような観点からすれば、帝国ホテルの経営、ファイナンス事情はむしろ例外的なものであり、通常は何らかの他人資本を調達し必要な設備投資を行うビジネスであり、それが行きすぎるなり、中期的な見通しが大きく狂うと、バブル崩壊時のような過剰債務状況に陥ることになる。しかしながら、こういったバブル崩壊過程で、むしろ、固定的な資金を必要とすると同時に日々の運営・管理・サービスが極めて重要なホテルビジネスを、資産保有と運営の分離、すなわち持たざる経営に変化させていくことにより、ホテルビジネスの新たな経営形態も生まれてくるという考え方もありえよう。

○ホテルビジネスにおける新たなファイナンス

ホテルビジネスの特徴の第3点目にあげたように、ホテルビジネスは大きな固定資産を活用するビジネスであるがゆえに、その資産をファイナンス面で活用する新しいビジネスの機会が提供されるビジネスでもある。それは、言いかえると、通常ホテルビジネスは貸借対照表上に大きな固定資産が計上され、これが貸借対照表（B/S）や損益計算書（P/L）に様々な影響、制約を加えているわけであるが、逆にこのB/S上の重みから自由になる、又は、大きな固定資産を活用して、経営環境の抜本的な改善を図るといった取り組みも可能なわけである。もちろん、これらはバブル崩壊等により、負の遺産の処理方法のひとつといった面もあるわけだが、他方金融技術の進歩や土地活用制度の進展等は、バブル崩壊とは違った前向きのビジネス手段として取り扱うことができよう。

2001年に全日空グループが東京全日空ホテルの資産流動化によりグループの有利子負債の減額、財務体質の強化を図ったのは一つの実例であろう。全日空はグループ全体の方針として、ホテル事業について所有と運営の分離を掲げ、所有する東京全日空ホテルの土地建物を信託の形にして、その収益権をSPC（特別目的会社）に500億円で譲渡、ホテルの名前は変更せずに、全日空グループとしてSPCから運営受託を行う子会社を設けてホテルを運営していくこととした。全日空グループとしては、ホテルの土地建物等という大きな固定資産をB/Sからはずすとともに、巨額の有利子負債の圧縮を行い、グループとしてはホテルの管理・運営だけを行う形となったわけである。^(注11)

全日空は、航空輸送会社グループとしての決断であるが、ホテルが中核ビジネスである企業においても、不動産と金融新技術を活用した事業の転換・建て直しが行われている。全日空と同じく、2001年にニューオータニが行ったオフィスビル「ガーデンコート」の証券化はこの1例であ

ろう。ニューオータニは当時、バブル期に投資したNASPA（ナスパ）ニューオータニ（リゾートホテル、新潟県湯沢町）にかかる損失処理が大きな課題であった。このナスパ関連損失を2001年3月期に一挙に計上しえたのは、本体ニューオータニが同年3月に行った証券化による特別利益の計上によるところが大きい。1991年に東京赤坂の敷地内に建設したオフィスビル「ガーデンコート」はその立地条件の良さなどから外資系コンサルティング会社などが入居する30階建てのオフィスビルであり、簿価と評価額との間に大きな含み益が見込まれた。そこでSPCを設立し、オフィスビルの一部を譲渡して特別利益201億円を計上して、NASPAにかかる特別損失の処理を可能にしたわけである。^(注12)

ホテルビジネスはどのような形態をとったにしろ。固定資産と無関係にビジネスが成立するものではないが、様々な金融手段や土地等の固定資産に絡む法制度の進化、変化に即応して、新たな展開が続いていく分野であろう。

Ⅲ. 観光産業の私的ファイナンス（4）

天候デリバティブ等の金融新技術

○観光産業のマネジメントと天候デリバティブ

観光ビジネス、観光産業がわが国の将来にとって、極めて重要な分野となってきたことは既に述べた。同時にわが国の観光関連産業は航空会社等一部の大企業を除けば事業者の大多数は中小または零細企業であるのが現状である。また、これらのビジネス、産業は自然災害、天候等の気象条件、健康問題、社会的大事件等でおおきな影響を受けるという脆弱性、リスクをかかえていることが大きな特徴である。

このような様々なリスクをいかにマネジメントするかは、観光産業の経営にとっては一大課題であり、関係者の間で様々な取組・努力が為されてきている。

ここではそのひとつとして、自然的現象であり人智でコントロールができないリスクとしての気象現象について、そのリスクヘッジ手段である天候デリバティブについて触れておきたい。

もちろん、天候デリバティブは単に観光産業のかかえるリスクだけではなく、農業、エネルギー産業、衣料関連業界、家電業界等多様な業種でかかえるリスクを対象としている。確かに家電メーカーは、今年の夏は猛暑であるという長期の天気予報を前提に年初からクーラー増産に踏みきったところ、結果は異常な冷夏となって大量の在庫を抱えることとなるといった事態はありえよう。消費者はこのような商品について本当に暑さを感じるような温度にならなけ

れば動き出すものではなく、これらの消費行動を例えばインセンティブをつけて動かすことも困難である。いわば、気候変動によるリスクは結局、商品・サービスの提供側で何らかの形で処理せざるをえないリスクということになる。

こういったリスクに対するヘッジとして通常考えられるのはまず保険商品ということになるわけだが、保険商品が気候変動による損害、収益減を補填する際に困難が伴うのは発生した気象実態と、損害なり、収益減なりとの間の因果関係の判断が極めて困難を伴う点だと言われている。因果関係が認められ、損害額が査定され特定されることによって始めて、保険システムは完結される。しかし、宿泊客が昨年夏に比べ3割減少した海辺のホテルはそれが冷夏のせい、円高で海外旅行が増えたせい、因果関係を立証し、被害額を特定することは不可能である。

そこで、これらの問題を回避しつつリスクの低減を図ることができる金融商品として天候デリバティブが注目されることとなる。

○天候デリバティブの商品性

ここで、天候デリバティブの商品性について整理しておこう。天候デリバティブは様々なリスクをヘッジする為の金融商品であるデリバティブの一種であるが、特に天候、即ち異常気象や天候不順等によって企業が被る損失、収益減のリスクをヘッジすることを目的として、契約により決められた一定の気象条件が発生した場合に金銭を授受することを約する金融取引とすることができる。重要なポイントは、気象現象により企業に具体的にどれだけの損害があったか否かが問題なのではなく、一定期間、一定場所において約束した気象指標が契約した条件を満たしたか否かによって金銭の支払いが確定するということである。

○天候デリバティブの歴史

天候デリバティブは極めて新しい金融商品である。1997年米国のエネルギー企業エンロンがこの商品を開発したとされており、まだ現実ビジネスとしては10年ちょとの歴史しかもない。米国でこのような商品が開発された背景としてはエネルギー産業、エネルギーマーケットにおける規制緩和、自由化が指摘される。いわば、エネルギーマーケットの自由化による競争激化により、電力料金の値下がりと同時に価格の短期的な乱高下、特に天候不順等を契機とする乱高下が発生し、エネルギー企業の収益基盤にとって大きなリスクとなったわけである。その為、米国ではエネルギー関連企業が主導して天候デリバティブマーケットを拡大させたが、それまで天候・気象リスクのヘッジ手段をもたなかった多くのビジネスにもこの手段は急速に広まっていった。

○わが国の天候デリバティブ

わが国における天候デリバティブの第1号は1999年の三井海上（現在の三井住友海上）によるスポーツ用品大手販売企業ヒマラヤとの間で契約されたデリバティブであると言われている。当該企業は当時スキー用品が売上の約3分の2を占めるスポーツ用品販売大手で、マーケットは全国規模に達する。スキー場が冬期のレジャー施設であり、観光資源であることを考えれば、わが国の天候デリバティブは観光関連ビジネスから始まったと言えよう。

スキーは、人工スキー場が営業されるなどサービス提供のための人為的な対応が行われる例はあるものの、まだまだ自然現象である天候、積雪に経営の成否が大きく依存するビジネスである。さらに近年は地球温暖化の影響により暖冬現象が極端になるなど、毎シーズンの変動幅が拡大する傾向にある。まさに気象変動リスクをコントロールすることが重要なビジネスの典型ともいえる業界である。三井海上とわが国第1号の天候デリバティブを取引したヒマラヤは暖冬下の小雪によるスキー用品の売上減というリスクを天候デリバティブ商品の購入によりヘッジしたわけである。(表2参照)

表2 三井海上による天候デリバティブ商品第1号の概要

○わが国における天候デリバティブの展開

我が国において天候デリバティブ第1号商品が生み出されて以降、天候デリバティブ市場は相当の拡大を見せたが、そこにはいくつかの特徴が見いだせる。

まず第1に米国、欧州の同種の市場はいずれもその発生史的背景からエネルギー産業、エネルギー関連企業がマーケットの主力プレイヤーであるのに対し、我が国は相対的に電力を中心としたエネルギー産業の自由化の遅れにより、相対取引的な実例を除いてエネルギー関連企業に

おけるマーケットの活用は限定されている。我が国でこれに代わってマーケットで主導的役割を果たしているのは損害保険会社、都市銀行、証券会社、さらには地域金融機関と言われる地方銀行、信用金庫などの金融機関である。欧米が、エネルギー産業の大胆な規制緩和により、エネルギー業界自身が、その急激な価格変動リスクに対処する手段としてこれらのマーケットを創り出してきたのに対し、我が国は金融市場の自由化の中にあって、金融機関が新たな利益獲得手段としての金融商品を模索する中で、手数料獲得を目指した金融商品の一つとして、広まってきたと考えるべきであろう。

その典型的なケースが地方銀行や信用金庫が取扱う天候デリバティブ商品である。これらの金融機関が取扱う天候デリバティブは当該金融機関が直接、リスクヘッジを望む企業の契約相手方となってデリバティブ商品に取り組むのではなく、顧客と他の大手の金融機関との仲介を行う、または既製品の天候デリバティブ商品の一部を販売し、手数料を稼ぐといったビジネスである。

日本の天候デリバティブ市場の第2の特徴は、小口・定型形商品の広がりという点であろう。天候デリバティブには形態的には2つのタイプがあると考えられる。即ち、第1は保険会社等の金融機関を相手として企業が手数料(プレミアム)を払い、一定条件を満たした場合に契約で定められた金額が支払われるオプション型のものであり、第2は各々逆の方向の天候リスク(電力会社の冷夏リスクとガス会社の猛暑リスクなど)を持ったもの同士が、お互いのリスクをヘッジする為、リスクの変換を行うスワップ型のものである。

我が国の天候デリバティブ市場は上に述べたような背景もあり、2000年以降、定型化されたデリバティブ商品が相次いで販売され、天候デリバティブ市場の大きな割合を占めていると言われている。地方銀行等が販売する定型化商品は「天候デリバティブを販売する金融機関が、観測地点・観光測期間・気象要素等の契約条件をいくつかのパターンで作成し、その中から顧客に選択してもらうもの」^(注13)であり、販売する金融機関側にとっては、これらの商品を扱うための体制、リスク管理システム等の負担を軽くすることが可能となえ、地域や、地元産業の求めるリスクヘッジ対象に自らの商品を絞り込むことも可能になる。また、それらを通じて、地元企業が負担する価格としてのプレミアム(手数料)も相応に廉価にすることが可能となり、例えば地場の旅館業や飲食業といった小規模企業にもリスクヘッジ手段を提供することが可能となると思われる。

○観光ビジネスと天候デリバティブ

観光と気象・天候とは切っても切れない関係である。観光に関連するビジネス経営者にとっても、天候、気象条件が自

らのビジネスにダイレクトに影響するファクターであることは共通の認識があるのではないか。他方、気象という自然現象そのものをコントロールしようという挑戦は行われつつあるものの、これを直接的にコントロールしてビジネスを行うことは不可能であり、たとえ技術的にそれが可能になったとしても、いかなる気象状態が全体にとって好ましいかを一律に決定することができない以上、当面、気象は観光ビジネスの外的リスクであり続けよう。

これを金融技術、金融マーケットを使って、ビジネス上のリスク面としてある程度コントロールしようとするのが、天候デリバティブである。これは米国に始まったものであるが、日本の観光ビジネスの現実に鑑みれば、これから一層の活用が期待しえる分野であろう。

なぜなら、日本の観光ビジネスは様々なビジネス形態を持ち、数多くの異なった地域で、中小規模を中心とした多様な規模の企業形態でビジネスが行われており、また、そのリスクも四季の変化を含めて多面的な気候変動から影響を受けているからである。

同時に、観光ビジネスにおけるマネジメントはこれまで売上を伸ばす、客数を増やすといった営業面が過度に注目されてきたが、今後大きな産業となっていくにあたってはビジネス全体としてのリスク軽減と収益安定化、安定的な経営の維持がより重要な課題となっていくからである。

その一つの対策としてこのような財務上のリスクマネジメントとしての天候デリバティブが大いに活用されていくものと見込まれる。

注

(注1)「一般人口統計、2007年版」による。

(注2) 2008年版「高齢化白書」などより。

(注3) 2008年6月6日、日本経済新聞 朝刊 P3。

(注4) 経済新語辞典2008 日本経済新聞社編 日本経済新聞出版社 2007年

ROE (return on equity) ; 自己資本利益率。税引き利益を自己資本で割って算出する。自己資本は一般に期首、期末の平均をとる。企業は株主が払い込んだ資本金などの自己(株主)資本と借入金などの他人資本を使って事業活動をする。この指標は株主資本をいかに効率的に使って収益を上げたかを示す。この利益率が高ければ、その分、1株の利益が高まっているわけで、株価を押し上げる要因になる。

(注5) 2003年3月金融審議会金融分科会第二部会報告「リレー・シヨニッパンキングの機能強化に向けて」等を参照。

(注6) (株)日本航空は航空機の運航業務を担う(株)日本航空インターナショナル等グループ子会社を経営管理する為の純粋持株会社であり、計数は日本航空グループとしての連結決算ベースのものである。(JAL HP等より)

(注7)「CDSプレミアム」とはクレジット・デフォルト・スワップと呼ばれる金融デリバティブ商品のいわば、価格である。当該デリバティブは、銀行等の債権者が信用を供与している相手先のデフォルト、即ち倒産リスクを第三者に移転する際、購入する金融商品であり、これを購入しておけば購入者がデフォルトが発生

した時に債務者に替って債務を弁済してくれるものである。この価格、即ちプレミアムが高いということは、それだけ倒産リスクが高いとマーケットで評価されていることを示している。

(注8)「新版ホテル事業論」, 作古貞義著, 柴田書店 2002年, P 50

(注9) 同上「新版ホテル事業論」 P 50

(注10) 数値は「週刊ホテルレストラン (株)オータパブリケーションズ」, 2008年11月14日号・2007年度主要17ホテル経営分析パート2「安全性」より)

(注11) 2001年8月10日, 日経産業新聞 P 8 参照

(注12) 2001年7月3日, 日経流通新聞 P 19 参照

(注13)「天候デリバティブのすべて—金融工学の応用と実践—」
広瀬尚志監修 東京電機大学出版局 2003年 P 9

〈巻末資料〉

地域密着型金融に関する取組み事例集

—平成19年度地域密着型金融シンポジウムにおける発表事例を中心に—

I. ライフサイクルに応じた取引先企業の支援

(事業再生)

- ・事業再生による地域再生・活性化への取組み
百十四銀行 (香川県)
- ・企業再生ファンド活用による事業再生 伊予銀行 (愛媛県)
- ・中小企業再生支援協議会を活用した製靴業再生の取組み
城北信用金庫 (東京都)
- ・中小企業再生支援協議会を活用したホテル再生の取組み
富山第一銀行 (富山県)
- ・温泉観光ホテル事業再生への取組み 肥後銀行 (熊本県)
- ・会社分割による事業再生事例：繊維製造・卸売業
山口銀行 (山口県)

(創業・新事業支援)

- ・企業育成ファンドを通じた第一次産業支援 愛媛銀行 (愛媛県)

(経営相談・支援)

- ・情報リレーション (情報集積・提案型営業) 活動
近畿大阪銀行 (大阪府)
- ・経営改善支援としてのビジネスマッチング
高松信用金庫 (香川県)
- ・第1回「かわしんビジネスフェア」の開催
川崎信用金庫 (神奈川県)
- ・産学官・金融連携による農業分野への取組み
帯広信用金庫 (北海道)
- ・地域活性化に貢献するための産学官連携の推進
豊橋信用金庫 (愛知県)
- ・医療業種への取組み 大分銀行 (大分県)

(事業承継)

- ・円滑な事業承継に向けた支援機能の強化
八十二銀行 (長野県)
- ・M&Aによる事業承継の取組事例 北國銀行 (石川県)
- ・事業承継支援に関する取組み 泉州銀行 (大阪府)
- ・九州事業継続ブリッジファンドを活用したEBO事例
西日本シティ銀行 (福岡県)
- ・ファミリービジネス向けサービス 琉球銀行 (沖縄県)

II. 事業価値を見極める融資手法をはじめ中小企業に適した資金供給手法

(「目利き機能」の向上)

- ・業種別審査スペシャリストの養成並びに業種別審査体制
尼崎信用金庫 (兵庫県)
- ・しばしん個人事業者向けローン「スタッフ」
芝信用金庫 (東京都)

(動産・債権譲渡担保融資、ABL等の活用)

- ・冷凍マグロを担保としたABL 横浜銀行 (神奈川県)
- ・海産物 (昆布等) の加工品の在庫を担保としたABL
福岡銀行 (福岡県)
- ・ブランド豚を担保としたABL 秋田銀行 (秋田県)
- ・野菜を担保としたABL 北洋銀行 (北海道)
- ・ブランド牛を担保としたABL 山梨中央銀行 (山梨県)
- ・車両 (トラック等) を担保としたABL 大垣共立銀行 (岐阜県)
- ・機械を担保としたABL 佐賀銀行 (佐賀県)
- ・仏壇、冷凍加工野菜を担保としたABL 南日本銀行 (鹿児島県)

III. 地域の面的再生・地域活性化につながる多様なサービスの提供

- ・複数旅館一体再生による地域における「面」の事業再生
東邦銀行 (福島県)
- ・観光事業と街づくり支援の事例 しののめ信用金庫 (群馬県)
- ・地域経済活性化への取組み (「ぎふまちづくりセンター」の設立と活動内容)
十六銀行 (岐阜県)
- ・「唐津市の観光振興への提言」策定 唐津信用金庫 (佐賀県)
- ・旅館業経営支援及び皆生温泉観光宣伝隊 米子信用金庫 (鳥取県)
- ・「道銀アグリパートナーズ」による農業支援
北海道銀行 (北海道)
- ・アグリビジネスへの取組み 東北銀行 (岩手県)
- ・アグリクラスターの取組み 鹿児島銀行 (鹿児島県)
- ・「TOKYO物産・逸品見本市」の開催による地域活性化の支援
西武信用金庫 (東京都)
- ・(地域と少子化対策のビジョンを共有した取組み
福邦銀行 (福井県)
- ・(財)みちのく・ふるさと貢献基金設立
みちのく銀行 (青森県)
- ・会津信用金庫の地域貢献活動 (地域貢献活動助成金等)
会津信用金庫 (福島県)
- ・コラボ産学官青森支部 具体的活動と成果
あおもり信用金庫 (青森県)
- ・PFI事業の先進的モデルケース
～地域完結型PFI事業：県立病院整備・運営事業の取組～
山陰合同銀行 (島根県)

【参考文献】

- 「一般人口統計 2007年版」 国立社会保障・人口問題研究所 2008年
- 「平成20年版 高齢社会白書」 内閣府 2008年5月
- 「平成20年版 観光白書」 国土交通省 2008年7月
- 「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」 金融審議会 金融分科会第2部会報告 金融庁 2003年3月
- 「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」 金融庁 2005年3月
- 「ホテル事業論；事業化計画・固定投資戦略論」 作古貞義 柴田書店 2002年
- 週刊ホテルレストラン 2008年11月4日号他 (株)オータパブリケ

イシヨonz

「総論天候デリバティブ」 土方薫 シグマベイスキャピタル(株)
2003年

「天候デリバティブのすべて—金融工学の応用と実践—」 広瀬尚
志監修 東京電機大学出版局 2003年

受付日 2009年1月28日

受理日 2009年3月12日